

EU の金融システムと金融政策

峯 岸 信 哉

〔目 次〕

0. 問題意識

1. EU における一元的金融政策のトランスミッション・チャンネル

〔1. 1〕 一元的金融政策の波及経路

〔1. 2〕 一元的金融政策の波及効果

2. 金融政策波及効果における格差の要因

〔2. 1〕 銀行型システム 対 市場型システム

〔2. 2〕 金融構造と金融政策のトランスミッション・チャンネルの関係

〔2. 3〕 金融政策の波及効果について：ミクロ的視点

3. まとめ

【参考文献】

0. 問題意識

ユーロが導入され、そのことが金融システムにどのような影響を与えるのかに関しては色々な視点がある。その一つが、一元的金融政策が経済に与える影響である。EU では各国の金融制度や文化・習慣が異なるにも関わらず一元的な金融政策が行われており、当然その効果は国によって様々なものとなっている。そこで本研究では、EU 各国が一元的金融政策に対してどのような反応をしているのかを確認し、その反応の要因にはどのようなことが考えられるのか、更に金融政策の効果をより強い有効なものとするためにはどのような改善策を行っていくべきなのかについて考察を行う。

1. EU における一元的金融政策のトランスミッション・チャンネル

本章ではユーロの一元的金融政策は、どのような経路をたどっているのかを確認する。そしてその効果が実際に EU 各国に伝わる時点ではどのような格差が生じているのかを検討する。

〔1. 1〕 一元的金融政策の波及経路

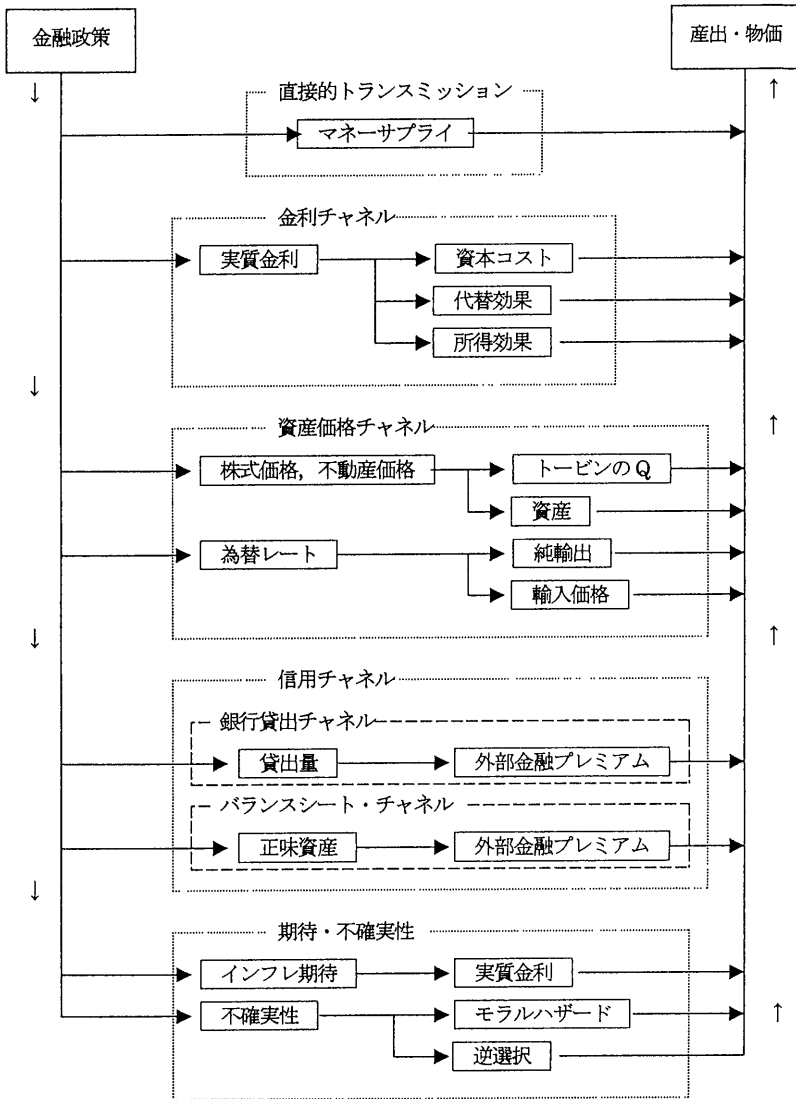
金融政策の実物経済への波及経路を巡る議論では、いくつかのチャンネルが存在することが知られているが（図1）、主に利子率や地価・株価といった価格体系の変化を通じてマクロ経済を変動させるという貨幣的側面に焦点を当てた「Money View」と銀行行動の変化に着目した「Lending View」の二つの大きな流れが存在している。

前者の「Money View」の代表的な波及経路は、マネーサプライのコントロールを通じて短期金利が変化し、その結果として企業の割引率が変化し、それが限界 q （現在、設備投資に1円を投下した場合に、将来にわたって得られると期待される割引現在価値）に影響を及ぼすことによって、設備投資の水準を左右するというものである。

それに対して「Lending View」は、銀行行動の変化を通じた経路であり、金融政策が銀行のポートフォリオ（銀行の負債項目）を変化させ、その結果として金利に影響を与えるという「預金チャンネル (Balance Sheet Channel)」と、金融政策が銀行の資金供給量を直接コントロールすることで、銀行融資に依存する企業の生産・投資行動に影響を与えるという波及メカニズム（銀行の資産項目）を重視する「貸出チャンネル (Bank Lending Channel)」の2つの異なる経路が存在している。

「預金チャンネル」には、資産価格の減少による借り手の実質負債の増加や自己資本の減少を通じた借入能力の低下という経路も含まれる。例えば、金融引締めによって投資の資本コストが上昇すれば、ネットの企業価

図 1 金融政策の波及経路 (Bondt (2000) より)



値が低下するから借入に伴うプレミアムは上昇する。それは企業のデフォルト率を高めることで貸し手の資金供給曲線を上方にシフトさせ、結果的に企業の投資活動範囲を縮小させることになってしまう。これは資産価格の減少という点に着目すれば、「Money View」であり、企業の借入能力の低下という点に着目すれば「貸出チャネル」と基本的に同一の経路と解釈することもできる。

一方、「貸出チャネル」は、金融仲介機関の役割を明示的に導入したモデルによってミクロ的な基礎付けがなされ、資金市場における不完全性問題が資金の流れに影響を与え、マクロ経済を変動させるという「financial propagation mechanism」へと発展している。これは貸し手が借り手に関する情報を十分に知ることができないという情報の非対称性が存在するために、その解消のために必要なエージェンシーコストが企業の資金調達を制約し、投資決定に影響を及ぼすというものである。

標準的な設備投資理論では資金調達市場に情報の非対称性が存在しないという情報の完全性を想定するために、企業収益の将来流列を割り引く割引率としての資本コストは貸付市場、社債市場、株式市場等のどの市場で調達しても同一となる。しかし、情報の非対称性が存在する場合には、最も資本コストが安いのは内部資金（当期内部留保＋減価償却費＋短期流動性資金）であり、金融機関からの借入金投資家に代わって情報を収集する代理人としての仲介料が追加されるために内部資金よりもコスト面で割高となる。さらに株式の場合には、投資家が直接情報を収集するという点で更に資本コストが高くなることから、情報問題を踏まえると企業にとって「financial hierarchy」は不可避なのである。つまり、情報の非対称性が存在する状況下で、企業の資金調達手段として、‘銀行借入は社債発行などほかの資金調達手段と完全代替ではない（銀行貸出の特殊性）’、‘銀行にとっても貸出が他の債権と完全代替性を持たない（金融政策によって貸出量が直接に影響を受ける）’という2つの前提が想定できれば「貸出チャネル」

は最も有力な波及経路として位置づけられることになる。

〔1. 2〕 一元的金融政策の波及効果

ここでは〔1. 1〕のように波及してくると考えられる金融政策の効果が、実際には各国にどのように伝わっているのかを検討する。

Angeloni et al (2002) は、100bp の短期金利の引き締めが、各国の投資・GDP・価格 (CPI) にどのような影響を及ぼしているのかを VAR モデルを用いて整理している (表 1)。

表 1 投資・GDP・CPI への金融 (引締め) 政策の効果 (Angeloni et al (2002) より)

| | ユーロ・エリア | | | オーストリア | | | ベルギー | | |
|---------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 |
| 投資の反応 | -0.53 | -0.18 | -0.08 | 0.1 | 0.15 | 0.02 | -0.22 | -0.61 | -0.2 |
| GDP の反応 | -0.15 | -0.02 | -0.05 | -0.29 | -0.07 | 0 | -0.28 | -0.17 | -0.02 |
| CPI の反応 | 0.00 | -0.02 | -0.07 | -0.08 | -0.24 | -0.36 | -0.01 | -0.04 | -0.13 |
| | ドイツ | | | フィンランド | | | フランス | | |
| | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 |
| 投資の反応 | -0.41 | -0.48 | -0.19 | -1.01 | -1.15 | -0.65 | -0.73 | -0.27 | 0.03 |
| GDP の反応 | -0.16 | -0.26 | -0.19 | -0.36 | -0.34 | -0.15 | -0.15 | -0.14 | -0.1 |
| CPI の反応 | 0 | -0.1 | -0.23 | -0.02 | -0.11 | -0.18 | -0.07 | -0.17 | -0.24 |
| | ギリシャ | | | アイルランド | | | イタリア | | |
| | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 |
| 投資の反応 | -0.02 | 0 | 0.01 | -0.05 | -0.04 | 0 | -0.46 | -0.32 | -0.03 |
| GDP の反応 | -0.02 | -0.01 | 0 | 0.06 | 0.04 | 0.04 | -0.17 | -0.09 | -0.03 |
| CPI の反応 | -0.05 | -0.07 | -0.11 | -0.05 | -0.04 | -0.03 | -0.05 | -0.03 | 0 |
| | ルクセンブルク | | | オランダ | | | ポルトガル | | |
| | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 |
| 投資の反応 | n.a. | n.a. | n.a. | -1 | 0.15 | 0.87 | n.a. | n.a. | n.a. |
| GDP の反応 | n.a. | n.a. | n.a. | -0.3 | 0.06 | 0.26 | n.a. | n.a. | n.a. |
| CPI の反応 | n.a. | n.a. | n.a. | -0.24 | -0.32 | -0.21 | n.a. | n.a. | n.a. |
| | スペイン | | | アメリカ (参考) | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | | | |
| 投資の反応 | -0.75 | -0.23 | -0.13 | -0.22 | 0.08 | 0.46 | | | |
| GDP の反応 | -0.1 | -0.07 | -0.03 | -0.17 | -0.12 | 0.01 | | | |
| CPI の反応 | -0.01 | 0 | -0.01 | -0.01 | -0.08 | -0.13 | | | |

EU の金融システムと金融政策

表 2 EU 各国のリテール分野の金利への影響 (Bondt (2002) より)

(金融市場の金利が 100bp 変化した場合のリテールバンクの金利に調整)

| | | AT | BE | DE | ES | FI | FR | GR | IE | IT | LU | NL | PT | ユーロエリア |
|-----------------------------------|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|-----|--------|
| 短期企業貸付 BIS (1994) | ST | — | 85 | 18 | 78 | | 15 | | | 10 | | 58 | | 28 |
| | LT | | 112 | 106 | 110 | | — | | | 61 | | 107 | | 89 |
| Cottarelli and Kourelis (1994) | ST | | 67 | 87 | 78 | 23 | | 61 | 107 | 60 | | 82 | 95 | 75 |
| | LT | | 87 | 100 | 94 | 28 | | 82 | 107 | 83 | | 82 | 95 | 90 |
| Borio and Fritz (1995) | ST | | 95 | 36 | 100 | | 53 | | | 72 | | 95 | | 65 |
| | LT | | 93 | 98 | 105 | | 59 | | | 107 | | 95 | | 95 |
| Hofmann | ST | | 44 | 63 | 48 | | 43 | | | 43 | | | | 54 |
| | LT | | 100 | 100 | 100 | | 100 | | | 100 | | | | 100 |
| Kleimeier and Sander (2000) | ST | | | | | | | | | | | | | — |
| | LT | | 110 | 97 | 107 | 195 | 72 | 117 | 101 | 114 | 59 | 91 | 112 | 100 |
| Mojon (2000) | ST | | 100 | 36 | 55 | | 71 | | | 62 | | 112 | | 61 |
| | LT | | 100 | 100 | 100 | | 100 | | | 100 | | 100 | | 100 |
| Donnay and Donnay and | ST | 15 | 85 | 66 | 102 | | 43 | 36 | 20 | 60 | | 53 | 11 | 58 |
| | LT | 18 | 92 | 72 | 100 | | 75 | 42 | 18 | 86 | | 87 | 14 | 74 |
| Toolsema et al. (2001) | ST | | 76 | 72 | 103 | | 53 | | | 61 | | 84 | | 70 |
| | LT | | 102 | 90 | 114 | | 62 | | | 62 | | 97 | | 80 |
| 長期企業貸付 Mojon (2000) | ST | | 61 | | 18 | | 42 | | | | | | | 37 |
| | LT | | 100 | | 100 | | 100 | | | | | | | 100 |
| Donnay and Degryse (2001) | ST | | 21 | | 69 | 87 | 23 | 25 | 17 | 78 | | | | 54 |
| | LT | | 10 | | 40 | 93 | 50 | 64 | 16 | 99 | | | | 67 |
| 住宅ローン BIS (1994) | ST | | — | 48 | — | | — | | | 26 | | 21 | | 41 |
| | LT | | 82 | 89 | 27 | | 90 | | | 88 | | 88 | | 82 |
| Hofmann | ST | | 14 | 27 | 6 | | 16 | | | 23 | | 16 | | 21 |
| | LT | | 100 | 100 | 100 | | 100 | | | 100 | | 100 | | 100 |
| Mojon (2000) | ST | | 5 | 45 | -11 | | 41 | | | | | 33 | | 35 |
| | LT | | 100 | 100 | 100 | | 100 | | | | | 100 | | 100 |
| Donnay and Degryse (2001) | ST | 26 | 19 | 20 | 40 | 39 | | | 16 | 63 | | 34 | 7 | 27 |
| | LT | 32 | 48 | 44 | 14 | 61 | | | -6 | 103 | | 27 | 35 | 41 |
| 貯蓄預金 Mojon (2000) | ST | | 27 | 9 | 13 | | | | | | | | | 11 |
| | LT | | 100 | 100 | 100 | | | | | | | | | 100 |
| 定期預金 Mojon (2000) | ST | | 94 | 82 | 15 | | | | | 63 | | 83 | | 65 |
| | LT | | 100 | 100 | 100 | | | | | 100 | | 100 | | 100 |

出典：BIS (1994), 表 5, 1984-1993; Cottarelli and Kourelis (1994), 表 1, モデル 2; Borio and Fritz (1995), 表 8, 1990-1994; Hofmann (2000), 表 3, 1979-2000; Kleimeier and Sander (2000), 表 5, 1994-1998; Mojon (2000), 表 2a, 1992-1998; Donnay and Degryse (2001), 表 3, 1992-2000; Toolsema et al. (2001), 表 3, 1980-2000. ST=3 ヶ月物に調整した短期パススルー, LT=長期パススルー, ユーロエリアの項目は 2001 年 1 月時点でユーロエリアのリテールバンク金利として利用できる国のデータを基準にしている。

また Bondt (2002) も、金融市場の金利 100bp の変化がリテールバンクの分野でどのような影響として出てくるかをまとめている (表 2)。

これらの結果、一元的金融政策の効果は各国それぞれ様々であり、波及スピードにも格差があるであろうということも予想される。

この格差はどのような要因によるものなのか、という疑問が次に考えられるが、これは各国の歴史・文化・習慣を始めとして金融システムそのものがそれぞれ異なるためであると考えられる。むしろ、統合される前までは各国個別に経済発展をしてきたわけであるから、その制度に違いがあるのは仕方のないことである。ただし、金融政策の効果をより有効なものとするためには各国の金融システム・金融政策のトランスミッション・チャネルを明確に整理する必要がある。波及効果にギャップを持たせたままにしておくことは、経済発展を遅れさせることにつながるであろうし、それは通貨統合の失敗を意味するからである。

そこで第 2 章では、金融政策に影響を及ぼしている金融構造にはどのようなものがあるのかについて考察する。

2. 金融政策波及効果における格差の要因


第 1 章においては、金融政策の反応・波及効果について、EU 各国で格差があることが見出せた。第 2 章では、こうした格差は金融システムのどのような側面が要因となって生じているのかについて、先行研究をもとに整理する。そして、そこから予想される改善点について検討を加える。

金融システムの国際比較をする場合には様々な論点があると考えられるが、その中でも重要な視点となっているのが、コーポレートガバナンスに代表されるような法的構造 (商法・経済法・民法など) の側面から検討を加えるというものである。更に、法的構造に基づいた視点で金融システムを国際比較する場合には、「銀行型システム (Bank-based system)」対「市場

型システム (Market-based system)」が重要なキーワードであると考えられる。

Allen & Gale (2002) は、国の金融システムひいては根拠となる法律が、銀行中心型 (Bank-based) なのか、市場中心型 (Market-based) なのかによって、それぞれの国が従来型の intertemporal smoothing によるリスク管理を行うのか、それとも金融市場との競争の中で生まれた cross-sectional risk sharing によるリスク管理を行うのか、分かれてくると主張している。それぞれのタイプの金融システムに関して特徴をまとめたものが図2である。アメリカとドイツは両端に位置しており、アメリカが市場型、ドイツが銀行型として典型的な金融システムを保持していると捉えられる。これは、アメリカでは特に金融市場が重要であるとする法体系を持っており（銀行は競争推進政策が長きにわたって強烈に行なわれてきており、その結果、特に企業部門へのサービス提供という点でドイツほど集中したものにならなかった）、ドイツでは銀行が非常に重要であるとする法体系を持っているということを表している（ドイチュ・ドレスナー・コメルツの三大ユニバーサルバンクが企業部門における資源配分を支配的にやっている）のである。

図2 金融システムの概観

| | アメリカ | イギリス | 日 本 | フランス | ドイツ |
|---------------|---|------|------------|------------|------------|
| 金融市場 | 中 心 | 中 心 | 発 達 | あまり発達していない | 発達していない |
| 銀行 | 集中度  | | | | |
| 外的コーポレートガバナンス | 敵対買収 | 敵対買収 | メインバンクシステム | | ハウスバンクシステム |

出典. Allen & Gale (2000) より作成。

では、図2に出ている国以外の EU 国はどのような金融構造を持っているのだろうか。次にこの点について検討する。

〔2. 1〕 銀行型システム 対 市場型システム

EU 国の金融システムを、銀行重視型システムと市場重視型システムとに分けて考え、それぞれの関連をまとめている先行研究を紹介する。

Cecchetti (1999) は、法律体系の違いによって、EU 主要国は German Civil Law, French Civil law, Scandinavian Civil Law, English Common Law の4つにグルーピングできるとしている。German Civil Law にはドイツ・オーストリア, French Civil law にはフランス・ベルギー・オランダ・イタリア・ポルトガル・スペイン, Scandinavian Civil Law にはデンマーク・スウェーデン・フィンランド, English Common Law にはイギリス・アイルランドといった国が含まれるとしている。このうち、German Civil Law は銀行重視型で、English Common Law は市場重視型、French Civil law と Scandinavian Civil Law はそれぞれの中間的な性格を持っているとしている。

また Kunt & Levine (1999) は、世界 150 カ国の金融システムを Bank-based と Market-based に分類している（分類のための構造指数は、〔資本市場化率—平均値〕と〔市場化率—平均値〕と〔市場効率性—平均値〕の合計値を3で除したものである）（表3）。

Cecchetti (1999) が法的側面より分類したのに対し、経済的側面から分類した表3よりユーロ参加国と周辺国をピックアップしてみると、Bank-based economy の傾向を持つ国にはギリシャ・アイルランド・ポルトガル・オーストリア・ベルギー・イタリア・フィンランド・フランス・ドイツ・スペイン・（ノルウェー）といった国があり、Market-based economy の傾向を持つ国にはオランダ・スイス・（イギリス）・（デンマーク）・（スウェーデン）といった国がある（カッコはユーロ未参加の周辺国）。

EU の金融システムと金融政策

表 3 金融システムの発展度と Bank-based vs Market-based

| 金融システムの発展途上国 | | 金融システムの先進国 | |
|-------------------------------|-------|-------------------------------|-------|
| 国名 | 構造指数 | 国名 | 構造指数 |
| Bank-based economies | | Bank-based economies | |
| バングラディッシュ | -0.90 | パナマ | -0.92 |
| ネパール | 0.87 | チュニジア | -0.88 |
| エジプト | -0.82 | キプロス | -0.77 |
| コスタリカ | -0.79 | ポルトガル | -0.75 |
| バルバドス | 0.78 | オーストリア | -0.73 |
| ホンジュラス | -0.75 | ベルギー | -0.66 |
| トリニダードトバゴ | -0.74 | イタリア | -0.57 |
| モーリシャス | -0.70 | フィンランド | -0.53 |
| ケニア | -0.69 | ノルウェー | -0.33 |
| エクアドル | -0.56 | ニュージーランド | -0.29 |
| スリランカ | -0.54 | 日本 | -0.19 |
| インドネシア | -0.50 | フランス | -0.17 |
| コロンビア | -0.47 | ヨルダン | -0.14 |
| パキスタン | -0.38 | ドイツ | -0.10 |
| ジンバブエ | -0.34 | イスラエル | -0.06 |
| ギリシャ | -0.34 | スペイン | 0.02 |
| アルゼンチン | -0.25 | | |
| ベネズエラ | -0.15 | グループ平均 | -0.44 |
| インド | -0.14 | Market-based economies | |
| アイルランド | -0.06 | オランダ | 0.11 |
| グループ平均 | -0.54 | タイ | 0.39 |
| Market-based economies | | カナダ | 0.41 |
| デンマーク | 0.15 | オーストラリア | 0.50 |
| ペルー | 0.16 | 南アフリカ | 0.83 |
| チリ | 0.25 | 韓国 | 0.89 |
| ジャマイカ | 0.28 | スウェーデン | 0.91 |
| ブラジル | 0.65 | イギリス | 0.92 |
| メキシコ | 0.68 | シンガポール | 1.18 |
| フィリピン | 0.71 | アメリカ | 1.96 |
| トルコ | 1.23 | スイス | 2.03 |
| | | 香港 | 2.10 |
| | | マレーシア | 2.93 |
| グループ平均 | 0.52 | グループ平均 | 1.17 |
| 金融システムの発展途上国 | -0.24 | 金融システムの先進国 | 0.28 |
| 全体の平均 | 0.03 | | |

調査対象 57 ヶ国全体の平均 (0.03) より大きい国を Market-based, 小さい国を Bank-based と分類

〔2. 2〕 金融構造と金融政策のトランスミッション・チャネルの関係

ここでは、〔2. 1〕で示した金融構造上の分類の通りに実際の金融政策の波及経路・効果は異なっているのかについて考える。つまり、Bank-based system の国では Lending View の波及経路が強く、Market-based system の国では Money View の波及経路が強いという状況になっているのかどうかについて検討する。

Cecchetti (1999) は、各国の法律体系と金融構造の補完関係を通じて、法律体系の違いが金融政策への波及効果とどう関係しているのかを実証している。具体的には、前述した German Civil Law, French Civil law, Scandinavian Civil Law, English Common Law の4つの法律体系に EU 主要国をグルーピングした上で、一元的な金融政策が実施された場合、産出量やインフレ率にどのような変化が表れるのかについて VAR モデルによって分析している。その結果、産出量に対する影響は French Civil law ないし German Civil Law の市民法を源泉とする国の方が、English Common Law や Scandinavian Civil Law の共通法を源泉とする国ないし接近している国よりも大きくなっているという結論を見出している。

また Bondt (2000) は、インパルス応答関数の計測により金融政策の波及経路をチェックしたが、

- 1) Bank Lending Channel は、ドイツ・フランス・イタリアで重要であり、
- 2) Balance Sheet Channel は、ドイツ・イタリアで顕著であり、
- 3) Bank Lending Channel は、イギリス・ベルギー・オランダではほとんど存在しない、

という結果を得ている。この計測に用いられたデータは、ユーロ導入以前のものを含んでいることに注意は必要であるが、金融構造がユーロ導入で一挙に変わるものではないと考えられるため、これらの結果は概ね認められると思われる。

この他、Angeloni et al (2002) もユーロ導入後の状況について、VAR モデルなどを用いて、金融政策が投資や消費にどのような影響を及ぼしているのかについて考慮している（表4）。具体的には、ユーロ12カ国を①IRC (interest rate channel) が支配的であるという仮説が退けられない（すなわち市場型である）グループ、②仮説は退けられる（市場型ではない）一方、銀行は投資・消費の両方に有意な影響を与えているというグループ、③仮説は退けられる一方、銀行は消費のみに有意な影響を与えているグループ、④仮説は退けられる一方、銀行は投資のみに有意な影響を与えているグループ、⑤IRC に関してのデータが不足していて証拠が決定的ではないグループ、という5つに分類している。

表4 ユーロ圏の国における金融政策の評価

| 銀行の実証 | IRC 評価の データが不足 | IRC 支配仮説は否定 | | | IRC 支配仮説は 否定できず |
|-----------------|-------------------|------------------|--------------|--------------|--------------------|
| | | 銀行は消費・ 投資共に関与 | 銀行は消費 に関与 | 銀行は投資 に関与 | |
| 貸付行動に反応 | NL, PT | GR, FR? | DE | IT, FR? | |
| 貸付行動に鈍感 | | | | AT | FI, ES |
| 貸付行動の評価 が不可能 | IR | BE | | | LU |

注：フランスは矛盾する情報があり、ここでは2つの可能性を示す。

その結果、ドイツ・フランス・イタリア・オーストリアなどは、金融政策を受けた場合、主に銀行経由で消費や投資に影響しており、前述の Cecchetti (1999), Kunt & Levine (1999), Bondt G. J. (2000) による Bank-based の区分に概ね沿った反応をしていることがわかる。

ここまでの議論では、金融構造という根本的な部分で相違 (Bank-based system と Market-based system) があるために金融政策の効果が異なってしまう

うということが見出せた。その場合、法律体系を含めた構造的な同質化を実現しない限りは一元的金融政策の有効性が EU 諸国に適切に浸透していかないことが示唆される。これは通貨統合の目標であるユーロ導入と各国の多様性の確保という 2 つの相反する目的関数を達成することが困難であることを意味している。仮に、その影響の格差が致命的に大きいとすると現状で個々の国に任されている、財政政策を含めた更なる統合の深化が要請されることになる。

ただし、更なる統合の深化といってもそう簡単にはいかないという議論もある。財政政策・金融政策の両方が統一されたとしても、それを受ける側には依然として伝統的な環境格差が残っていると考えられるからである。

また、これらの環境についても、リテールの分野とホールセルの分野あるいは様々な項目を区別して考える必要があると思われる。そして、色々な視点から金融環境を分析した上で、より有効な金融政策を実施するための改善点を再度探る必要があると考えられる。

〔 2. 3 〕 金融政策の波及効果について：ミクロ的視点

EU の国々はマクロ的視点から銀行型と市場型に分けられるだけでなく、例えば銀行型であってもホールセルが伝統的に強い国やリテールが強い国など、ミクロ的視点からも分類することができる。通貨統合がなされ、資本移動が自由に行われるようになるといっても地域ごとの得意分野がそう簡単に同質化するとは考えられない。そのため、これらの伝統的な各国の特徴をしっかりと理解した上で、それぞれの国の特徴をうまく生かしていくことが、金融政策にも必要だと考えられる。

Ehrmann et al (2001) は、後に Angeloni et al (2002) がまとめた、「銀行経由の波及 (Lending View) は金融政策の影響を予想以上に実体経済に伝えていない」という性質を分析するために EU 各国の金融構造をミクロ的

表 5 国ごとの金融システム構造

| | AT | BE | FI | FR | DE | GR | IE | IT | LU | NL | PT | ES |
|--|--|--|--------------------------------|--|---|---|-------------------------|--|---|---|---|---|
| 企業の資金調達における銀行の重要度 ¹ | 非常に重要 (ハウスバンク) | 重要でない | 重要であるが低下 | 重要でない | 非常に重要 (ハウスバンク) | 非常に重要 今後は重要ではない | 非常に重要 商業貸付については非常に重要 | 非常に重要 非常に重要 | 重要 | 重要 | 重要ではない | 非常に重要 重要ではない |
| 市場集中度 ² 政府の影響 ³ | 中 | 高 | 高 | 中 | 強 (金融危機の後に banket 府保証) | 高 | 高 | 低 | 低 | 高 | 中 | 中 弱 (貯蓄銀行の政府保証はない) |
| 預金保険 ⁴ | 平均的 (1990 年 約 15,000 ユーロ、 1998 年 約 20,000 ユーロ) | 平均的 (1998 年 より 12,500 ユーロ / 人、1999 年、15,000 ユーロ、 以降、 20,000) | 初めは高、 今は平均的 事上、完全 全保護 | 高 (1990 年 より 76,000 ユーロ ; 1990 年 前銀行間で 統一されて いたものを 除き、 同水準で) | 事実上、完 全保護 | 平均的 (20,000 ユーロ、郵 便貯蓄銀行 (Postal Savings bank) に ついて は事実上 完全保護) | 平均的 (20,000 ユーロ) | 高 (103,000 ユーロ ; 1996 年 までは 103,000 ユーロ、 1995 年 より 20,000 ユーロ、 現在 20,000 ユーロ) | 平均的 (fully insure 18,000 ユーロ、 1995 年 より 20,000 ユーロ、 75%, third insure with 15,000 の 50%) | 平均的 (fully insure 18,000 ユーロ、 1995 年 より 20,000 ユーロ、 75%, third insure with 15,000 の 50%) | 重要ではない 重要ではない | 低 (1990 年 約 9,000 ユーロ / 1998 年 約 15,000 ユーロ、 15,000 ユーロ、 現在 20,000 ユーロ) |
| 銀行間ネットワーク | 非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する) | 重要でない (Credit Agricole は 2 銀行と強くつながり、Credit Professionnel は弱いつながりを持つ) | 非常に重要 (大部分の銀行が非常に強いつながりを持つ) | 重要 | 非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する) | 重要でない (ネットワークは弱い) | 非常に重要 (リテラルバンクに対して) | 非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する) | 重要ではない (農業共済組合や Amro や Radio や ING などの銀行グループは合同バンクを保持する) | 重要ではない (農業共済組合や Amro や Radio や ING などの銀行グループは合同バンクを保持する) | 重要ではない (ネットワークは存在するが、中央機関の銀行間ネットワークは弱い) | 重要ではない (ネットワークは存在するが、中央機関の銀行間ネットワークは弱い) |

1 “非常に重要” の国は以下の 4 つの条件を満たしている国である。：社債 / GDP < 4 %、社債 / 銀行貸付 < 10 %、株式市場の資本化 / GDP < 60 %、担保保証をしたこと

2 集中度は、Herfindahl index や上位 5 大銀行の市場シェアが 30 % 以下の場合 “重要”。

3 政府に監督されている上位 10 行の資産について：“強” > 30 %、10 %、< “中” < 30 %、< “弱” < 10 %。これは政府保証や政府所有の情報に一致すると思われる。

4 ユーロシステムで “平均” とは約 20,000 ユーロ。

視点より整理している（表5）。

それによると、銀行経由の波及では、①銀行支援のための政府保証、②ネットワークの中で業務を行うという銀行の性質、また③企業と銀行の長期的関係などのヨーロッパ金融システムに特徴的な要因があるために、金融政策は貸付行動を通じて期待する効果を半減させてしまっているというのである。つまり、

- ① ヨーロッパでは、銀行に対する政府の関与が大きいため、政府保証なども比較的充実している。しかし、政府保証のもとでは弱い銀行ほどギャンブル的行動 (gamble for resurrection) に走りがちになり、リスクの高い貸付を行いがちになってしまう。そのため、（金融引締め）→（銀行による企業貸付の削減）という波及効果を弱いものとしてしまうのである。
- ② ヨーロッパの銀行は様々なネットワークを築いている。例えば、ドイツの例に見られるように、ほとんどの協同組織や貯蓄銀行が加入しているネットワーク (upper tier) や取引相手が地元だけであるような少数の銀行で構成されるネットワーク (lower tier) などがある。これらのうち、lower tier の銀行は短期資金を upper tier に預け入れ、反対に長期ローンを受け取るということを行って流動性を確保している。こうした場合、金融引締めがあったとしても、upper tier の大銀行の方が lower tier の小銀行に対し、流動性資産の提供者として行動するため、結果として金融政策の効果を鈍くしてしまうのである。
- ③ ドイツ、オーストリア、イタリア、フランスなどでは、企業と銀行が長期的関係を結ぶのが一般的となっている。ドイツの「ハウスパンク」のようにユニバーサルバンク業務を行っている銀行と企業がつながりを持ち、1行だけで全ての銀行サービスを楽しむのである。このような場合、銀行は中央銀行の金融引締め政策

に対し、鈍い反応をとることが多い。それは（相対的に中小銀行であるが）彼らにとって一定の貸付ポートフォリオを維持するよりも、長期的関係を維持することのほうが重要だからである。

Ehrmann et al (2001) は、‘ヨーロッパ全体に特徴的な要因’として整理しているが、表5にも示されているように、ヨーロッパであっても各国の金融システム構造は様々である。これらの環境をしっかりと精査し、金融政策・金融制度の調整等を行っていくべきだと考えられる。

3. まとめ

EU の国々は、その金融構造から Bank-based system と Market-based system に分けて考えることができる。一方、Bank-based system の中においてもリテールが得意な国とホールセールが得意な国、企業と銀行の結びつきが強い国とそうではない国、あるいは銀行同士のネットワークが強い国とそうではない国など、様々な特徴による区分がある。政策当局はマクロ指標だけで金融政策を決定するのではなく、各国に特有なこれらの要素もしっかりと念頭に置いた上で、金融政策の実施・金融制度の統一を慎重に行っていく必要があると思われる。

【参 考 文 献】

- Allen, F. and Gale. D., *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.
- and Santomero, A., “What Do Financial Intermediaries Do?”, *Wharton School, Financial Institution Center, University of Pennsylvania, Working Paper 99-30-B*.
- Angeloni, I., A. Kashyap, B. Mojon, D. Terlizzese, “Monetary transmission in the euro area : where do we stand?”, *European Central Bank Working Paper Series 114*, Jan. 2002
- Bean, C., J. Larsen, and K. Nikolov, “Financial frictions and the monetary transmission mechanism : theory, evidence and policy implications”, *European Central Bank Working Paper Series 105*, Jan. 2002

- Bank of International Settlement (BIS), “National Differences in Interest Rate Transmission”, Basle, March. 1994.
- Bondt, G. J. de., *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe*, Edward Elgar, 2000.
- , “Retail Bank Interest Rate Pass-through : New Evidence at the Euro Area Level”, *European Central Bank Working Paper Series* 136, April. 2002
- Borio, C.E.V. and W. Fritz, “The response of short-term bank lending rates to policy rates : a cross-country perspective”, BIS, *Financial Structure and the Monetary Transmission Policy Transmission Mechanism*, March. Basle. 1995.
- Cecchetti, S., “Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, Conference Paper prepared for ‘*The Monetary Transmission Process*’ by Deutsche Bundesbank, March. 1999.
- Cottarelli, C. and A. Kourelis, “Financial structure, bank lending rates, and the transmission mechanism of monetary policy”, *IMF Staff Papers*, 41, 4, 587-623. 1994.
- Donnay, M. and H. Degryse, “Bank lending rate pass-through and differences in the transmission of a single EMU monetary policy”, *Discussion Paper, Center for Economic Studies*, E. U. Leuven, 01. 17. 2001.
- Ehrmann, M., L. Gambacorta, J. Martinetz-Pages, P. Sevestre, A. Worms “Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area”, *European Central Bank Working Paper Series* 105, Dec. 2001
- Hofmann, B., “Non-linear adjustment of loan rates to money market rates : some evidence for the euro area”, *Paper Presented at Internal ECB Seminar*, 18, October, 2000.
- Kleimeier, S. and H. Sander, “Asymmetric adjustment of commercial bank interest rates in the euro area : implications for monetary policy”, *Paper Presented at the Conference Financial Structure, Bank Behavior and Monetary Policy in the EMU*, Groningen 5-6 October, 2000.
- Kunt, A. D., and R. Levine., “Bank-based and Market-based Financial Systems : Cross-country comparisons”, *Working Papers* 2143, World Bank, July. 1999.
- Mojon, B., “Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy”, *ECB Working Paper*, 40. 2000.
- Toolsema, L.A., J.-E. Sturm and J. de Haan, “Convergence of monetary transmission in EMU : new evidence”, *CESifo Working Paper*, 465. 2001.
- 根本忠宣「ユーロ導入の金融構造に与える影響と一元的金融政策」『国際金融』

EU の金融システムと金融政策

1044 号, 2000 年 4 月。

村本孜「金融システムの国際比較分析——市場統合・通貨統合のもたらすもの——」『経済研究所研究報告(成城大学経済研究所)』第 24 号, 2000 年 3 月。